

# 2025 年中期策略会速递—超级智能体已发布，海外短剧快速增长

华泰研究

2025 年 6 月 06 日 | 中国内地

更新报告

文化娱乐

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

35.59

研究员 朱璿  
SAC No. S0570520040004 zhujun016731@htsc.com  
SFC No. BPX711 +(86) 10 6321 1166

研究员 吴璿  
SAC No. S0570523100001 wujun023190@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

6月5日昆仑万维出席了我们组织的2025年中期策略会，会上公司更新了近期AI应用及模型的进展，其中天工超级智能体近期已发布并初探商业化，海外短剧业务快速增长。Opera持续强化AI功能，于5月28日推出全球首个AI Agent浏览器Opera Neon。

## 天工超级智能体推出，助力AI办公效率提升

公司于5月22日面向全球发布天工超级智能体(Skywork Super Agents)，核心优势在于：1) 垂直化办公场景能力，在专业级文档生成与数据溯源验证上表现突出；2) 交互范式创新，通过框架性选项简化用户输入，提升效率；3) 开源Deep Research框架，吸引开发者生态扩展应用场景。我们认为，Skywork在专业级AI办公领域建立了核心竞争优势，随着用户规模扩大和生态建设完善，有望积极贡献收入增量。

## 海外业务持续推进，AI短剧表现靓丽

短剧平台Dramawave通过“付费+免费”模式覆盖多元用户，并推出AI制作平台SkyReels提升效率。内容上，除情感、都市等热门题材外，尝试“狼人”“吸血鬼”等西方元素剧集，以及神豪类题材，满足全球用户需求。截至25Q1，DramaWave月收入流水达1000万美元，展现出强劲的商业化能力。根据点点数据，截至2025年5月30日，DramaWave在马来西亚等全球11个国家及地区跻身娱乐应用免费榜TOP 10。我们认为，公司凭借AI技术对娱乐产品的深度赋能，已在海外市场建立起一定优势。

## Opera深化AI浏览器生态，技术创新驱动商业化加速

公司旗下Opera持续强化AI功能，于5月28日推出全球首个AI Agent浏览器Opera Neon，该产品包含三大核心功能：1) Neon Chat提供智能问答、图像生成和文章摘要等AI服务；2) Neon Do模拟用户交互，完成诸如挪威徒步旅行规划、火车查询、背包容量计算等复杂任务；3) Neon Make作为跨模态创作工具，支持文本、图像、代码和数据的综合创作。我们认为，未来随着广告系统的持续优化和AI功能的迭代升级，Opera有望在浏览器市场获得更大份额，成为公司重要的技术输出平台并带来全新增长动能。

## 盈利预测与估值

我们维持公司25-27年归母净利润预测为-3.1亿元/3.3/5.3亿元。我们维持公司目标市值446.6亿元(基于STOP估值)，对应目标价35.59元(前值36.28元，主因股本调整)，维持“买入”。

风险提示：AI落地不及预期、模型开发进度不及预期、行业政策风险。

## 经营预测指标与估值

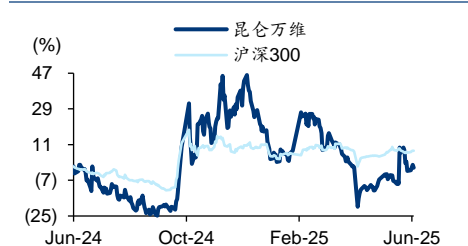
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(人民币百万)	4,915	5,662	5,896	6,349	6,666
+/-%	3.78	15.20	4.12	7.69	4.99
归属母公司净利润(人民币百万)	1,258	(1,595)	(305.83)	329.09	529.19
+/-%	9.19	(226.74)	80.82	207.61	60.81
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.00	(1.27)	(0.24)	0.26	0.42
ROE(%)	9.03	(10.83)	(2.17)	2.33	3.64
PE(倍)	34.40	(27.14)	(141.53)	131.53	81.79
PB(倍)	2.85	3.03	3.10	3.03	2.92
EV EBITDA(倍)	20.93	(29.42)	(898.32)	67.88	58.07

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价(人民币)	35.59
收盘价(人民币 截至6月6日)	33.98
市值(人民币百万)	42,657
6个月平均日均成交额(人民币百万)	1,743
52周价格范围(人民币)	25.70-49.94
BVPS(人民币)	10.74

## 股价走势图



资料来源：Wind

## SOTP 估值

### 1) StarX

我们采取 PS 法对 StarX 进行估值。选取盛天网络、中文在线、腾讯音乐作为可比公司。据 Wind 一致预期，25 年可比公司 PS 均值为 7.1X。我们预计 StarX 25 年收入 14.6 亿元。考虑 StarX 平台影响力及用户规模较可比公司比较小，给予 25 年 5 X PS，对应市值 73 亿。

图表1: StarX 可比公司估值表 (Wind 一致预期)

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	25E PS	26E PS	25E 营收 (亿元)	26E 营收 (亿元)
300494 CH	盛天网络	64.0	4.4	3.7	14.6	17.1
300364 CH	中文在线	161.0	10.5	9.3	15.4	17.4
TME US	腾讯音乐	1978.0	6.4	5.8	310.9	340.9
	平均PS (X)		7.1	6.3		

注: 数据截止 2025 年 6 月 6 日  
资料来源: Wind、华泰研究

### 2) Opera

我们采取 PS 法对 Opera 进行估值。考虑 Opera 持续推进与 OpenAI 合作，并且浏览器已经接入 ChatGPT，我们选取在 AI 布局积极的科技公司科大讯飞、万兴科技、Meta，以及搜索平台三六零作为可比公司，可比公司 25 年平均 PS 估值 6.9 X，考虑 Opera 业务范围有限，我们给予 Opera 25 年 6.5 X PS，预计 Opera25 年收入 36.8 亿元，对应市值 239.2 亿元。

图表2: Opera 可比公司估值表 (Wind 一致预期)

证券代码	证券简称	市值 (亿元/亿美元)	25E PS (X)	26E PS (X)	25E 营收 (亿元/亿美元)	26E 营收 (亿元/亿美元)
002230 CH	科大讯飞	1127.0	4.1	3.4	275.8	328.1
300624 CH	万兴科技	116.0	6.4	5.5	18.2	21.2
Meta US	Meta	17200	9.2	8.1	1875	2136
601360 CH	三六零	718	8.0	7.4	90.2	97.2
	平均PS (X)		6.9	6.1		

注: 数据截止 2025 年 6 月 6 日  
资料来源: Wind、华泰研究

### 3) 闲徕互娱

我们采取 PE 法对闲徕互娱进行估值。选取电魂网络、恺英网络、浙数文化作为可比公司。我们预计 25 年闲徕互娱利润 2.61 亿元。25 年可比公司 Wind 一致预期 PE 均值为 20X，考虑闲徕互娱国内社交业务战略性持续收缩，我们给予闲徕互娱估值折价，给予 25 年 12X PE，对应市值 31.3 亿元。

图表3: 闲徕互娱可比公司估值表 (Wind 一致预期)

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	25E PE (X)	26E PE (X)	25E 归母净利润 (亿元)	26E 归母净利润 (亿元)
603258 CH	电魂网络	53.0	15.4	12.3	3.4	4.3
002517 CH	恺英网络	359.0	17.0	14.8	21.1	24.3
600633 CH	浙数文化	168.0	27.1	24.0	6.2	7
	平均PE (X)		19.8	17.0		

注: 数据截止 2025 年 6 月 6 日  
资料来源: Wind、华泰研究

### 4) ArkGame

考虑到 ArkGame 因为产品排期，短期净利润承压，我们采用 PS 法对 ArkGame 进行估值。我们预计 ArkGame25 年收入 3.84 亿元，25 年可比公司 Wind 一致预期 PS 均值为 3.4 X，考虑 ArkGame 利润承压，我们给予 ArkGame25 年 3.2X PS，对应市值 12.3 亿元。

图表4: ArkGame 可比公司估值表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	25E PS (X)	26E PS (X)	25E 营收 (亿元)	26E 营收 (亿元)
002555CH	三七互娱	326	1.7	1.6	190.2	203.9
002624 CH	完美世界	280	3.9	3.1	70.9	91.5
603444 CH	吉比特	193	4.7	4.2	41.5	45.5
	平均PS (X)		3.4	3.0		

注: 数据截止 2025 年 6 月 6 日  
资料来源: Wind、华泰研究

### 5) 投资业务

投资业务主要包括: 1) 对上市公司的股权投资, 主要计入交易性金融资产; 2) 通过成立产业基金进行的投资, 主要计入长期股权投资; 3) 一级市场投资, 计入其他非流动性金融资产。据公司财报, 截至 25Q1, 昆仑万维交易性金融资产为 15.6 亿元, 长期股权投资达 13.2 亿元, 其他非流动性金融资产达 78.0 亿元, 合计达 106.8 亿元。考虑到流动性等因素, 考虑公司长期股权投资标的发展较好, 同时基于审慎性原则我们给予公司投资业务 20% 折价, 对应市值为 85.4 亿元。

### 6) 大模型业务

目前, 公司已构建起 AI 大模型、AI 搜索、AI 音乐、AI 视频、AI 社交、AI 游戏等丰富的 AI 业务矩阵。我们认为公司围绕天工模型打造的 AI 产品矩阵具备较强的竞争力, 我们参考目前国内较为成熟的大模型产品 Kimi、智谱清言估值水平, 考虑到用户数, APP 下载量及排名等维度, 使用单 MAU 估值法对昆仑大模型进行估值。

根据 Questmobile, 截至 2025 年 3 月, “Kimi 智能助手”MAU 为 1830 万, 估值约 240 亿, Kimi 平均单 MAU 估值为 1311 元; 智谱清言 MAU 为 390 万, 估值约 210 亿元, 平均单 MAU 估值为 5385 元; 考虑到天工大模型搜索应用“天工 AI” MAU 为 214 万, 考虑大模型的 AI 矩阵较为丰富, 我们以单 MAU 估值 5500 元计算, 天工大模型估值约 117.7 亿元。

图表5: 大模型一级估值水平

名称	估值 (亿元)	MAU (万)	估值/MAU (元)
Kimi	240	1830.0	1311
智谱清言	210	390.0	5385

注: MAU 数据截止 2025 年 3 月  
资料来源: Questmobile、36 氪、华泰研究

综上, 我们 SOTP 估值法估计公司目标市值 446.6 亿元, 对应目标价 35.59 元, 维持“买入”评级。

图表6: 昆仑万维估值

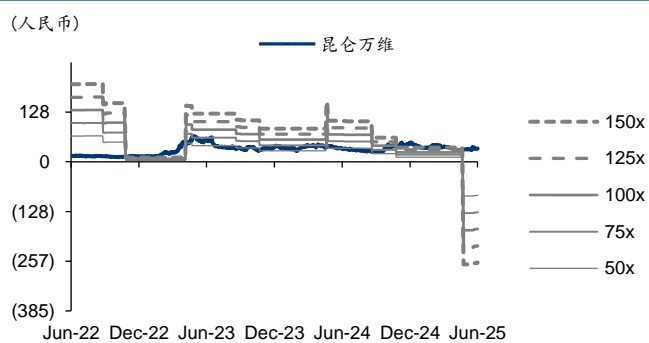
业务	市值 (亿元)	确认投资比例	归属上市公司市值 (亿元)
Star Group	73.0	60%	43.8
Opera	239.2	72%	173.2
闲徕互娱	31.3	100%	31.3
Ark Game	12.3	100%	12.3
股权投资	85.4	80%	68.3
大模型	117.7	100%	117.7
合计			446.6

资料来源: 华泰研究预测

### 风险提示

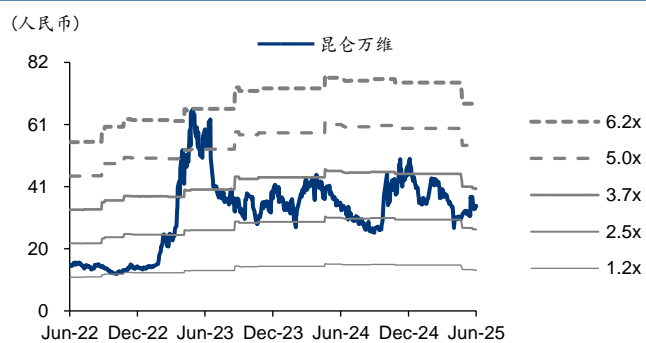
AI 落地不及预期、模型开发进度不及预期、行业政策风险。

图表7: 昆仑万维 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表8: 昆仑万维 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	3,803	4,858	5,036	5,210	5,722
现金	1,112	1,543	1,607	1,731	2,178
应收账款	680.73	864.73	744.45	988.47	830.89
其他应收账款	306.79	67.46	322.22	97.42	343.15
预付账款	56.49	82.64	62.23	93.78	70.01
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	1,646	2,300	2,300	2,300	2,300
<b>非流动资产</b>	17,682	15,818	16,020	16,059	15,998
长期投资	1,223	1,318	1,518	1,518	1,518
固定投资	259.66	367.67	290.85	225.78	159.87
无形资产	787.67	810.21	886.41	994.69	1,008
其他非流动资产	15,412	13,323	13,325	13,321	13,312
<b>资产总计</b>	21,485	20,676	21,056	21,269	21,720
<b>流动负债</b>	3,038	3,011	3,713	3,580	3,473
短期借款	468.26	410.27	840.64	797.10	410.27
应付账款	1,213	1,374	1,861	1,570	1,991
其他流动负债	1,356	1,227	1,012	1,213	1,072
<b>非流动负债</b>	548.29	681.15	681.16	681.19	681.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.03	0.01
其他非流动负债	548.29	681.15	681.15	681.15	681.15
<b>负债合计</b>	3,586	3,693	4,394	4,261	4,154
少数股东权益	2,725	2,715	2,699	2,716	2,744
股本	1,215	1,231	1,255	1,255	1,255
资本公积	2,492	3,042	3,042	3,042	3,042
留存公积	11,642	9,987	9,665	10,011	10,568
归属母公司股东权益	15,174	14,269	13,963	14,292	14,821
<b>负债和股东权益</b>	21,485	20,676	21,056	21,269	21,720

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金</b>	884.64	289.63	204.77	529.51	993.42
净利润	1,533	(1,947)	(321.92)	346.41	557.05
折旧摊销	208.90	323.00	260.25	311.11	229.17
财务费用	34.86	65.11	4.26	12.35	(8.62)
投资损失	(255.27)	(9.26)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	104.83	181.58	291.66	(108.61)	249.15
其他经营现金	(741.67)	1,676	(29.48)	(31.75)	(33.33)
<b>投资活动现金</b>	(431.32)	170.82	(462.16)	(350.09)	(167.97)
资本支出	(397.02)	(414.43)	(189.23)	(232.23)	(135.50)
长期投资	(130.00)	98.14	(200.00)	0.00	0.00
其他投资现金	95.71	487.10	(72.93)	(117.86)	(32.47)
<b>筹资活动现金</b>	(288.48)	(19.75)	321.03	(55.85)	(378.24)
短期借款	(150.00)	(57.98)	430.37	(43.54)	(386.82)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.03	(0.03)
普通股增加	19.39	16.49	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,032	549.90	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,190)	(528.15)	(109.34)	(12.34)	8.61
现金净增加额	156.76	431.03	63.63	123.57	447.21

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	4,915	5,662	5,896	6,349	6,666
营业成本	1,040	1,497	1,294	1,372	1,424
营业税金及附加	6.40	4.04	6.89	6.92	7.12
营业费用	1,620	2,304	1,946	1,905	2,000
管理费用	861.02	924.02	1,297	1,270	1,333
财务费用	34.86	65.11	4.26	12.35	(8.62)
资产减值损失	(4.80)	(320.97)	(5.90)	(6.35)	(6.67)
公允价值变动收益	1,283	(824.68)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	255.27	9.26	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	1,928	(1,816)	(279.35)	348.04	536.83
营业外收入	0.91	0.09	0.68	0.56	0.44
营业外支出	49.37	3.14	22.16	24.89	16.73
<b>利润总额</b>	1,879	(1,819)	(300.83)	323.71	520.54
所得税	346.28	127.59	21.10	(22.70)	(36.50)
<b>净利润</b>	1,533	(1,947)	(321.92)	346.41	557.05
少数股东损益	274.62	(352.24)	(16.10)	17.32	27.85
归属母公司净利润	1,258	(1,595)	(305.83)	329.09	529.19
EBITDA	2,100	(1,460)	(48.11)	634.48	727.76
EPS (人民币, 基本)	1.05	(1.30)	(0.24)	0.26	0.42

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.78	15.20	4.12	7.69	4.99
营业利润	37.62	(194.22)	84.62	224.59	54.24
归属母公司净利润	9.19	(226.74)	80.82	207.61	60.81
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	78.84	73.56	78.05	78.39	78.63
净利率	31.19	(34.38)	(5.46)	5.46	8.36
ROE	9.03	(10.83)	(2.17)	2.33	3.64
ROIC	13.34	(19.31)	(3.42)	3.53	5.62
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	16.69	17.86	20.87	20.03	19.13
净负债比率 (%)	(2.79)	(4.85)	(3.38)	(4.29)	(8.90)
流动比率	1.25	1.61	1.36	1.46	1.65
速动比率	1.20	1.55	1.31	1.40	1.60
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.25	0.27	0.28	0.30	0.31
应收账款周转率	6.71	7.33	7.33	7.33	7.33
应付账款周转率	0.74	1.16	0.80	0.80	0.80
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.00	(1.27)	(0.24)	0.26	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	0.23	0.16	0.42	0.79
每股净资产(最新摊薄)	12.09	11.37	11.12	11.38	11.81
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	34.40	(27.14)	(141.53)	131.53	81.79
PB (倍)	2.85	3.03	3.10	3.03	2.92
EV EBITDA (倍)	20.93	(29.42)	(898.32)	67.88	58.07

## 免责声明

### 分析师声明

本人，朱璐、吴璐，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师朱珺、吴珺本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司